

ANALISIS PENGARUH VARIABEL MAKRO EKONOMI TERHADAP INDEKS SAHAM SYARIAH INDONESIA (PERIODE MEI 2011-SEPTEMBER 2015 DENGAN MODEL ECM)

Yudhistira Ardana

STMIK Pringsewu

E-mail: ardanayudhistira@gmail.com

ABSTRACT

This study aimed to analyze the effect of macroeconomic variables on Indonesian Islamic stock index. Macroeconomic variables used is the interest rate of Bank Indonesia (BI-rate), inflation, exchange rate, Bank Indonesia Certificates Sharia (SBIS) and world oil prices. The data used in this research is secondary data during the period May 2011 until September 2015 using a model error correction model (ECM) where the end result is going to measure the effect of macroeconomic variables on Indonesian Sharia Stock Index in the short term and long term.

Keywords: inflation, issi, sbi, sbis

JEL Classification: E44

PENDAHULUAN

Perkembangan kegiatan investasi dewasa ini telah mengalami kemajuan yang sangat pesat. Hal ini terjadi seiring dengan bertambahnya tingkat pengetahuan masyarakat tentang bagaimana praktek berinvestasi secara optimal serta didukung dengan kondisi perekonomian dalam negeri yang cukup stabil. Salah satu cara berinvestasi yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan investasi pada pasar modal. Kita tahu bahwa tahun 2008 terjadi sebuah guncangan hebat dimana Amerika

Serikat sebagai negara adidaya mengalami krisis.

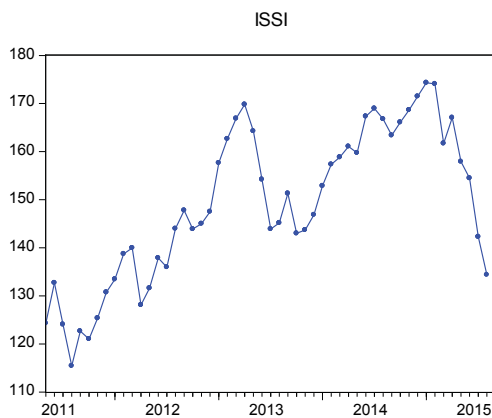
Menurut Suhartono (2013) dalam satu dekade terakhir ada beberapa krisis ekonomi yang mengguncang dunia seperti krisis *subprime mortgage* yang terjadi di Amerika Serikat pada tahun 2008 dan krisis hutang yang terjadi di benua Eropa pada tahun 2010. Krisis *subpreime mortgage* ini berawal dari kegagalan pembayaran kredit perumahan (*subprime mortgage default*) di Amerika Serikat. Krisis kemudian mengelembung merusak sistem perbankan dan sektor keuangan lain bukan hanya di Amerika Serikat namun meluas hingga ke Eropa lalu Asia. Selanjutnya yaitu krisis yang terjadi di Eropa pada tahun 2010. Krisis Eropa berawal dari negara Yunani. Hal tersebut disebabkan karena adanya ketidak jujuran pemerintah Yunani yang mengutak-atik nilai pertumbuhan ekonomi makro. Hal tersebut merupakan awal jatuhnya perekonomian Yunani dimana pemerintah Yunani berusaha menutupi angka defisit negara yang disebabkan oleh banyaknya kasus penggelapan pajak, yang diperkirakan telah merugikan negara hingga US\$ 20 milyar per tahun (Gunawan, 2012: 53).

Akibat kehebohan yang terjadi pada pasar saham konvensional, keberadaan saham syariah sedikit terabaikan. Sebenarnya, apabila di telaah lebih lanjut, saham syariah memiliki keunggulan lebih dibandingkan dengan saham konvensional. Terlihat dari fokus saham syariah kepada transaksi yang halal dan bersih dari unsur manipulasi dan kecurangan, keadaan ini secara tidak langsung juga membuat saham syariah benar-benar sebagai saham yang dipilih. Sayangnya

beberapa dari pemilik saham masih belum tertarik untuk menanamkan sahamnya pada saham yang berbasis syariah.

Di Indonesia, Saham berbasis Syariah dimulai dengan didirikannya *Jakarta Islamic Index* (JII) pada bulan Juli tahun 2000. Pada bulan Mei tahun 2011, Pasar Modal Syariah di Indonesia semakin berkembang dengan lahirnya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Berbeda dengan JII yang anggotanya hanya 30 saham syariah terlikuid, ISSI merupakan indeks saham syariah yang beranggotakan seluruh saham syariah yang dahulunya terdaftar di IHSG bergabung dengan saham non-syariah lainnya dan tergabung pada Daftar Efek Syariah (DES). Pendirian ISSI didukung dengan adanya Fatwa DSN-MUI yang berkaitan dengan industri Pasar Modal Syariah yaitu Fatwa No.05 tahun 2000 tentang Jual Beli Saham serta diperkuat lagi pada tahun 2003 dengan dikeluarkannya Fatwa No.40 tahun 2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal.

Walaupun masih terbilang baru, karena baru didirikan pada Mei 2011 tetapi perkembangan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) tiap periode cukup signifikan. Berikut pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) selama periode Mei 2011 hingga September 2015 yaitu:



Grafik 1
Pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia,
Mei 2011-September 2015

Berdasar Grafik 1 terlihat bahwa pada awal diterbitkan bulan Mei 2011 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 123,81 poin. Pada grafik di atas terlihat bahwa puncak daripada pergerakan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) sebesar 174.32 poin terjadi pada bulan Februari 2015. Selama periode Mei 2011 sampai September 2015 Indeks Saham Syariah Indonesia tidaklah selalu mengalami peningkatan tetapi juga mengalami penurunan. Berfluktuasinya pergerakan indeks dalam industri pasar modal memang sudah seharusnya ditanggapi dengan serius oleh para investor. Dalam praktik di lapangan, sudah menjadi kewajiban bagi para investor untuk memperhatikan segala situasi yang akan terjadi, baik itu situasi yang pasti maupun situasi tidak pasti.

Berdasarkan penjelasan diatas penulis ingin melakukan penelitian lebih lanjut untuk mengetahui pengaruh tingkat Suku Bunga BI (*BI-rate*), inflasi, nilai tukar rupiah, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan harga minyak dunia terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia selama periode Mei 2011 sampai September 2015 dengan menggunakan model *Error Corection Model* (VECM).

MATERI DAN METODE PENELITIAN

Menurut Syahrir (1995) terdapat faktor-faktor penting yang mampu mempengaruhi perkembangan indeks syariah yaitu oleh beberapa variabel makroekonomi dan moneter seperti Sertifikat Bank Indonesia Syariah, inflasi, jumlah uang beredar (JUB), nilai tukar dan lain - lain. Sedangkan faktor internal yang mampu mempengaruhi adalah seperti kondisi ekonomi nasional, keamanan, kondisi politik, kebijakan pemerintah dan lain-lain. Dalam penelitian ini variabel makroekonomi yang akan digunakan adalah tingkat Suku Bunga BI (*BI-Rate*), inflasi, nilai tukar rupiah, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) serta harga minyak dunia.

Penelitian Rowland dan Mikail (2013) menyatakan bahwa variabel tingkat suku bunga BI memiliki pengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Hasil tersebut senada dengan penelitian Mirza Vejzagic dan Hashem Zarafat (2013) hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa tingkat suku bunga memiliki hubungan yang positif terhadap saham syariah di FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah. Begitu juga hasil penelitian Emrah Ozbay (2009) faktor

tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap *return* saham di Turki. Berbeda dengan penelitian Yahya *et al.* (2012) variabel *Islamic Inter Bank Rate* (IIR) berhubungan negatif dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap harga saham di (*Kuala Lumpur Sharia Index*) KLSI Malaysia.

Penelitian Rowland dan Mikail (2013) menyatakan bahwa tingkat inflasi memiliki hubungan yang negatif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia. Sedangkan hasil penelitian Mohamed *et al.* (2009) menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh signifikan terhadap *Kuala Lumpur Composite Index* (KLICI). Begitu juga dengan penelitian Ifuero Osad Osamwonyi and Esther Ikavbo Evbayiro-Osagie (2012) bahwa faktor makroekonomi dalam hal ini inflasi berpengaruh positif terhadap indeks pasar saham di Nigeria. Begitu juga hasil penelitian Emrah Ozbay (2009) faktor inflasi berpengaruh positif terhadap *return* saham di Turki.

Penelitian Mirza Vejzagic dan Hashem Zarafat (2013), hasil dari penelitian tersebut yaitu bahwa terdapat hubungan yang signifikan antara nilai tukar terhadap saham syariah di FTSE Bursa Malaysia Hijrah Syariah. Hasil tersebut senada dengan penelitian Mohamed *et al.* (2009) hasil penelitian menunjukkan bahwa jumlah uang beredar secara signifikan mempengaruhi *Kuala Lumpur Composite Index* (KLICI). Penelitian Emrah Ozbay (2009) juga menyatakan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap *return* saham di Turki. Berbeda dengan penelitian sebelumnya, hasil penelitian Yahya *et al.* (2012) yaitu bahwa nilai tukar Ringgit Malaysia-Dolar Amerika Serikat (MYR) berhubungan negatif.

Penelitian Siti dan Rizki (2015) menyatakan bahwa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) tidak berpengaruh signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). Berbeda dengan penelitian Dimas (2013) hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh positif terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Penelitian Ashraf *et al.* (2013) menyatakan bahwa harga minyak berpengaruh positif terhadap harga saham syariah di pasar saham syariah di India. Senada dengan hasil penelitian Penelitian Yahya *et al.* (2013) berdasarkan analisis hubungan jangka panjang, harga saham Islam di FTSE Malaysia memiliki hubungan positif dengan harga minyak. Penelitian Yahya *et*

al. (2012) hasil penelitian tersebut juga menunjukkan bahwa harga saham Islam di FTSE terdapat hubungan ko-integrasi dengan harga minyak.

Menurut Widodoatmodjo (2007:207), suku bunga Bank Indonesia (*BI-rate*) adalah suku bunga untuk menanggapi perubahan inflasi dan nilai tukar rupiah sebagai acuan untuk suku bunga perbankan seperti suku bunga tabungan dan deposito. Kenaikan *BI-rate* merupakan signal dimana keadaan ekonomi memburuk. Tahun 2008 merupakan tahun dimana terjadi krisis global yang juga berdampak pada perekonomian Indonesia. Dengan naiknya *BI-rate* maka investor akan melihat bahwa pasar modal bukan merupakan tempat yang tepat untuk berinvestasi dan akan memindahkan dana ke sektor perbankan. Kenaikan *BI-rate* juga akan memberikan signal negatif bagi investor yang menanamkan modalnya pada perusahaan dengan struktur modal yang menggunakan hutang lebih besar dibanding ekuitas karena perusahaan dengan hutang yang lebih besar dari ekuitas akan menanggung beban bunga yang semakin berat seiring kenaikan suku bunga kredit. Perubahan suku bunga bank itu akan berdampak pada instrument investasi keuangan lainnya, seperti saham dan obligasi. Menurut Hardanto (2006:46), suku bunga Bank Indonesia (*BI-rate*) adalah suku bunga pasar satu bulan dan ditetapkan sebagai bagian dari kerangka kerja target inflasi Bank Indonesia (*Inflation Targeting Framework*). Bank Indonesia melaksanakan kebijakan moneter dengan menetapkan secara resmi target suku bunga, yaitu *BI-rate*.

Menurut Tandelilin (2010:342), inflasi adalah kecenderungan terjadinya peningkatan harga produk-produk secara keseluruhan sehingga terjadi penurunan daya beli uang. Sedangkan Sukirno (2006:14) menjelaskan bahwa inflasi merupakan suatu proses kenaikan harga-harga yang berbeda dalam sesuatu perekonomian. Lebih lanjut Madura (2000:128) dan Diantoro (2010:7) menjelaskan bahwa inflasi adalah kenaikan harga-harga atas barang dan jasa dalam kurun waktu tertentu. Inflasi terjadi ketika harga-harga terus merangkak naik sebagai akibat pertumbuhan ekonomi atau terlalu banyaknya uang yang beredar di pasaran. Ketika suatu negara mengalami kenaikan inflasi yang tinggi dan bersifat *uncertainty* (tidak menentu) maka resiko dari investasi dalam aset-aset keuangan akan meningkat dan kredibilitas mata uang domestik akan melemah terhadap mata uang global. Menurut Gadang

(2013) inflasi merupakan faktor yang membahayakan bagi perekonomian suatu negara. Besarnya inflasi juga dapat berpengaruh pada harga saham serta mampu mempengaruhi permintaan saham.

Reka (2013) nilai tukar mata uang asing (*exchange rate*) adalah hubungan nilai diantara satu kesatuan mata uang asing dan kesatuan mata uang dalam negeri. Menguatnya nilai mata uang suatu negara terhadap negara lain dapat menandakan bahwa keadaan ekonomi negara tersebut sedang baik. Madura (2000:86) menjelaskan bahwa nilai tukar atau kurs mengukur nilai suatu valuta dari perspektif valuta lain. Sedangkan dalam Mankiw (2006:242) terjemahan Chriswan Sungkono, nilai tukar adalah nilai yang digunakan seseorang saat menukar mata uang suatu negara dengan mata uang negara lain. Jadi Nilai tukar IDR/USD merupakan nilai atau harga rupiah yang diekspresikan dalam mata uang dollar, dimana nilainya dipengaruhi oleh penawaran dan permintaan. Di Indonesia menggunakan sistem nilai tukar berupa nilai tukar mengambang bebas dimana nilai tukar mata uang sepenuhnya ditentukan oleh mekanisme pasar tanpa ada campur tangan Bank Sentral.

Bagi investor sendiri, depresiasi rupiah terhadap dollar menandakan bahwa prospek perekonomian Indonesia suram. Sebab depresiasi rupiah dapat terjadi apabila faktor fundamental perekonomian Indonesia tidaklah kuat (Sunariyah, 2006). Hal ini tentunya menambah resiko bagi investor apabila hendak berinvestasi di bursa saham Indonesia (Robert Ang, 1997). Investor tentunya akan menghindari resiko, sehingga investor akan cenderung melakukan aksi jual dan menunggu hingga situasi perekonomian dirasakan membaik.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 63/DSN-MUI/XII/2007 bahwa Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) adalah surat berharga dalam mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia berjangka waktu pendek berdasarkan prinsip syariah. Dalam penerbitan instrumen Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) menggunakan akad *ju'alah*. Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 62/DSN-MUI/XII/2007, *ju'alah* adalah janji atau komitmen (*iltizam*) untuk memberikan imbalan tertentu (*'iwadh/ju'l*) atas pencapaian hasil (*natijah*) yang ditentukan dari suatu pekerjaan. *Ja'il* adalah pihak yang berjanji akan memberikan imbalan tertentu atas pencapaian

hasil pekerjaan (*natijah*) yang ditentukan. Dimana tingkat imbalan disesuaikan dengan tingkat diskonto yang ditetapkan oleh Bank Indonesia. Menurut Bank Indonesia (www.bi.go.id) SBIS diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai salah satu instrumen operasi pasar terbuka dalam rangka pengendalian moneter yang dilakukan berdasarkan prinsip Syariah. Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) bagi bank Syariah dijadikan sebagai alat instrumen investasi, sebagaimana Sertifikat Bank Indonesia (SBI) di bank konvensional.

Harga minyak mentah dunia diukur dari harga spot pasar minyak dunia, pada umumnya yang digunakan menjadi standar adalah *West Texas Intermediate* atau *Brent*. Minyak mentah yang diperdagangkan di *West Texas Intermediate* (WTI) adalah minyak mentah yang berkualitas tinggi. Minyak mentah jenis *West Texas Intermediate* (WTI) merupakan minyak mentah yang berkualitas tinggi karena ringan (*light*) dan memiliki kandungan belerang yang sangat rendah (*sweet*) sehingga harganya lebih mahal dibandingkan jenis minyak lainnya. Minyak jenis ini sangat cocok untuk dijadikan bahan bakar, ini menyebabkan harga minyak ini dijadikan patokan bagi perdagangan minyak di dunia (useconomy.about.com).

Indek Saham Syariah Indonesia (ISSI) merupakan indeks saham yang mencerminkan keseluruhan saham syariah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pada saat Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) diluncurkan pada tanggal 12 Mei 2011, jumlah saham syariah yang tercatat di BEI sebanyak 214 saham. Keberadaan Indek Saham Syariah Indonesia (ISSI) melengkapi indeks syariah yang sudah ada sebelumnya yaitu Jakarta Islamic Index (JII). Konstituen ISSI adalah keseluruhan saham syariah tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terdaftar dalam Daftar Efek Syariah (DES). Konstituen Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) direview setiap 6 bulan sekali (Mei dan November) dan dipublikasikan pada awal bulan berikutnya. Konstituen ISSI juga dilakukan penyesuaian apabila ada saham syariah yang baru tercatat atau dihapuskan dari Daftar Efek Syariah (DES). Metode perhitungan indeks ISSI menggunakan rata-rata tertimbang dari kapitalisasi pasar. Tahun dasar yang digunakan dalam perhitungan Indek Saham Syariah Indonesia (ISSI) adalah awal penerbitan Daftar Efek Syariah (DES) yaitu Desember 2007. Saham-saham yang tergolong dalam Indeks Saham

Syariah Indonesia (ISSI) merupakan saham yang telah memenuhi kriteria sebagai sebagai saham syariah dan dirangkum didalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh Bapepam-LK.

Berdasar penjelasan tersebut, maka disusun hipotesis penelitian sebagai berikut:

- H₁:** Suku Bunga Bank Indonesia (*BI-Rate*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
- H₂:** Inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
- H₃:** Nilai Tukar (Rupiah-Dollars) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
- H₄:** Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).
- H₅:** Harga Minyak Dunia berpengaruh positif dan signifikan terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).

Jenis penelitian ini merupakan penelitian deskriptif kuantitatif yaitu penelitian tentang data yang dikumpulkan dan dinyatakan dalam bentuk angka-angka. Data kuantitatif adalah data yang berbentuk angka atau data kualitatif yang diangkakan (Sugiyono, 2002: 7). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 1 variabel dependen dan 5 variabel independen. Variabel dependen yang digunakan adalah Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), sedangkan variabel independennya adalah suku bunga BI (*BI-Rate*), Inflasi, nilai tukar (Kurs), Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS) dan harga minyak dunia. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder secara keseluruhan diambil dari sumber resmi dalam bentuk bulanan mulai dari periode Mei 2011 sampai dengan September 2015. Untuk data inflasi, nilai tukar, suku bunga BI dan Sertifikat Bank Indonesia Syariah didapat dari situs resmi BI (www.bi.go.id), sedangkan harga minyak dunia diperoleh dari situs (www.eia.doe.gov) dan Indeks Saham Syariah Indonesia diperoleh melalui situs (www.google.finance.com). Penelitian ini akan dianalisis dengan menggunakan *Error Correction Model* (ECM). Perangkat lunak yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Microsoft Excel 2007* dan program *Eviews 6*. Model persamaan sementara yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$DLISSI_t = \beta_0 + \beta_1 DLBI_Rate_t + \beta_2 DLInflasi_t + \beta_3 DLKurs_t + \beta_4 DLSBIS_t + \beta_5 DLOil_Price_t + \Psi ECT_{t-1} + v_t$$

$$\Delta ISSI_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta BI_Rate_t + \beta_2 \Delta Inflasi_t + \beta_3 \Delta Kurs_t + \beta_4 \Delta SBIS_t + \beta_5 \Delta Oil_Price_t + \beta_6 ISSI_{t-1} + \beta_7 BI_Rate_{t-1} + \beta_8 Inflasi_{t-1} + \beta_9 Kurs_{t-1} + \beta_{10} SBIS_{t-1} + \beta_{11} Oil_Price_{t-1} + e_t$$

Analisis data pada penelitian ini menggunakan teknik menggunakan *Vector Autoregression* (VAR). Kemudian jika data yang digunakan stasioner pada tingkat *differencing* pertama maka model VAR akan dikombinasikan dengan model koreksi kesalahan yaitu *Error Correction Model* (ECM). Dalam melakukan penelitian dengan menggunakan ECM, terlebih dahulu harus memenuhi prasyarat sebagai berikut a) Data adalah data yang tidak stasioner pada tingkat level, I(0); b) Data stasioner pada *first difference* atau derajat integrasi satu, I(1); c) Terdapat hubungan kointegrasi (jangka panjang) antar-variabel. Untuk mengetahui apakah data yang digunakan memenuhi prasyarat tersebut maka dilakukan beberapa uji, yaitu a) Uji stasioneritas dengan menggunakan uji akar-akar unit; b) Uji derajat integrasi, untuk mengetahui apakah data stasioner pada derajat integrasi satu atau pada *first difference*; dan c) Uji kointegrasi dengan menggunakan *residual based test*, untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka panjang antarvariabel.

HASIL PENELITIAN

Metode pengujian yang digunakan untuk melakukan uji stasioneritas data dalam penelitian ini adalah uji ADF (*Augmented Dickey Fuller*) dengan menggunakan taraf nyata 5%. Jika nilai t-ADF lebih besar dari nilai kritis MacKinnon, maka dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan adalah stasioner (tidak mengandung akar unit). Pengujian akar-akar unit ini dilakukan pada tingkat level sampai dengan *first difference*.

Tabel 1
Hasil Pengujian

Variabel	Nilai ADF		Nilai Kritis MacKinnon 5%	
	Level	1 st Difference	Level	1 st Difference
ISSI	-1.665896	-5.995640	-2.919952	-2.921175
BI_Rate	-1.009842	-3.883787	-2.921175	-2.921175
Inflasi	-2.183333	-5.529154	-2.921175	-2.921175
Kurs	1.044811	-6.403472	-2.919952	-2.921175
SBIS	-2.191022	-14.42850	-2.921175	-2.921175
Oil_Price	-0.985800	-4.852859	-2.921175	-2.921175

Ketidakstasioneran data dapat dilihat dari nilai t-ADF yang lebih besar dari nilai kritis MacKinnon pada taraf 5%. Oleh karena itu, pengujian akar-akar unit perlu dilanjutkan pada tingkat *first difference*. Setelah dilakukan *first difference*, barulah semua data stasioner pada taraf nyata 5%, artinya data yang digunakan dalam penelitian ini terintegrasi pada ordo satu I(1).

Penentuan *lag optimal* sangat penting dalam pendektan VAR karena *lag* dari variabel endogen dalam sistem persamaan akan digunakan sebagai variabel eksogen (Ender, 2004). Pengujian panjang

lag optimal ini sangat berguna untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam sistem VAR, sehingga dengan menggunakan *lag optimal* diharapkan tidak muncul lagi masalah autokorelasi. Penentuan *lag optimal* yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan *lag* terpendek dengan menggunakan kriteria *Akaike Information Criterion* (AIC). Berdasarkan kriteria AIC nilai terkecil ditunjukkan pada *lag* 1 sebagaimana ditunjukkan dengan tanda (*). Oleh karena itu, dalam proses selanjutnya untuk mengestimasi model persamaan VAR digunakan *lag* 1.

Tabel 2
Persamaan VAR Lag 1

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1735.926	NA	6.27e+24	74.12450	74.36069	74.21338
1	-1464.004	462.8450	2.77e+20	64.08529	65.73861*	64.70745*
2	-1428.947	50.72191	3.11e+20	64.12539	67.19584	65.28082
3	-1391.440	44.68886	3.58e+20	64.06127	68.54886	65.74998
4	-1354.067	34.98729	5.23e+20	64.00285	69.90758	66.22484
5	-1273.188	55.06647*	1.83e+20*	62.09311*	69.41497	64.84838

Setelah diketahui bahwa semua variabel yang digunakan pada penelitian ini stasioner pada *first difference*, selanjutnya dilakukan uji kointegrasi untuk mengetahui apakah terdapat hubungan jangka panjang di antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Langkah yang dilakukan untuk melakukan

uji kointegrasi adalah membentuk *residual series* dari *equation OLS* yang telah dilakukan sebelumnya. Berikut disajikan hasil uji kointegrasi dari data yang akan digunakan dalam penelitian ini dengan menggunakan metode *residual based test*.

Tabel 3
Hasil Pengujian Metode *Residual Based Test*

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-9.605734	0.0000
Test critical values: 1% level	-3.568308	
5% level	-2.921175	
10% level	-2.598551	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Berdasar Tabel 3 diketahui bahwa secara signifikan terdapat kointegrasi atau hubungan jangka panjang di antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Hal tersebut dapat dilihat dari signifikannya nilai probabilitas nilai residual tersebut yang lebih kecil dari *test critical values* 1%, 5% dan 10%, selain itu dapat juga dilihat dari nilai t-statistik yang lebih besar dari MacKinnon *critical values* sehingga data terkointegrasi pada I(0).

Berdasar Tabel 4, maka dapat diketahui nilai variabel ECT (*Error Correction Term*) yaitu variabel

yang menunjukkan Indeks Saham Syariah Indonesia. Hal ini dapat menjadikan indikator bahwa spesifikasi model baik atau tidak melalui tingkat signifikansi koefisien koreksi kesalahan (Insukindro, 1991: 84). Jika variabel ECT signifikan, maka spesifikasi model sudah sah (valid) dan dapat menjelaskan variasi variabel tak bebas. Koefisien ECT (*Error Correction Term*) menunjukkan angka -0.141011 berarti bahwa proporsi Indeks Saham Syariah Indonesia pada periode sebelumnya yang disesuaikan pada periode sekarang adalah sebesar -0.141011. Koefisien ECT (*Error Correction*

Tabel 4
Hasil Pengujian *Error Correction Model* (ECM)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8.567312	12.18359	0.703184	0.4861
D(BI_RATE)	-316.6670	697.8928	-0.453747	0.6525
D(INFLASI)	-78.03309	124.9597	-0.624466	0.5360
D(KURS)	-0.007883	0.002919	-2.700832	0.0102
D(SBIS)	7.11E-12	2.60E-12	2.733180	0.0094
D(MINYAK_DUNIA)	0.028949	0.125060	0.231481	0.8182
ISSI(-1)	-0.141011	0.075142	-1.876589	0.0681
BI_RATE(-1)	-338.1553	187.5512	-1.803003	0.0791
INFLASI(-1)	20.85269	72.17316	0.288926	0.7742
KURS(-1)	0.001639	0.001233	1.329278	0.1915
SBIS(-1)	1.09E-11	3.48E-12	3.123302	0.0034
MINYAK_DUNIA(-1)	0.133303	0.059100	2.255553	0.0298
R-squared	0.526423			
Adjusted R-squared	0.392849			
F-statistic	3.941082			
Prob(F-statistic)	0.000703			

Term) menunjukkan tanda negatif yang memberikan penjelasan bahwa variabel suku bunga BI, SBIS, nilai tukar, harga minyak dunia dan inflasi berada di atas nilai keseimbangannya. Maka variabel suku bunga BI, SBIS, nilai tukar, harga minyak dunia dan inflasi akan meningkat pada periode berikutnya untuk mengoreksi kesalahan keseimbangan jangka pendek ke jangka panjang. Nilai probabilitas yang diperoleh koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) adalah sebesar 0.00681 yang lebih kecil dari 0,05. Hal ini berarti ECT sudah signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%). Oleh karena itu model dari pengujian ECM ini dapat dikatakan valid. Hal ini mengandung arti bahwa persamaan yang dibangun dalam model ECM ini mengalami koreksi kesalahan jangka panjang secara signifikan.

Lebih lanjut, nilai F statistik yang tidak signifikan menunjukkan bahwa variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini berpengaruh secara parsial dan tidak berpengaruh secara simultan. Sedangkan nilai *R-squared* sebesar 0.526423 atau 52,64% menunjukkan bahwa kontribusi variabel independen dalam mempengaruhi variabel dependen adalah sebesar 52,64%, sedangkan sisanya sebesar 47,36% dipengaruhi oleh varian lain di luar model penelitian.

PEMBAHASAN

Nilai t-statistik variabel *BI_Rate* sebesar -0.453747 dengan probabilitas sebesar 0.6525 dan koefisien *BI_Rate* jangka pendek sebesar -316.6670. Hal ini berarti variabel suku bunga tidak berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel suku bunga terhadap ISSI. Nilai t-statistik variabel *BI_Rate* jangka panjang sebesar -1.803003 dengan probabilitas 0.0681, dan koefisien jangka panjang *BI_Rate* yang diperoleh dengan membagi nilai koefisien *BI_Rate* (-1) dengan koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) sebesar -338.1553. Hal ini berarti variabel suku bunga berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (10%) dan membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka panjang negatif antara variabel suku bunga terhadap ISSI, dimana apabila *BI_Rate* mengalami peningkatan satu persen maka akan menurunkan ISSI sebesar 338.1553 persen, atau sebaliknya apabila *BI_Rate* mengalami penurunan sebesar satu persen maka akan meningkatkan ISSI sebesar -338.1553 persen.

Nilai t-statistik variabel nilai tukar (kurs) jangka pendek sebesar -2.700832 dengan probabilitas sebesar 0.0102, dan koefisien nilai tukar (kurs) jangka pendek sebesar -0.007883. Hal ini berarti variabel nilai tukar (kurs) signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka pendek antara variabel nilai tukar (kurs) terhadap ISSI. Nilai t-statistik variabel nilai tukar (kurs) jangka panjang sebesar 1.329278 dengan probabilitas sebesar 0.1915, dan koefisien nilai tukar (kurs) jangka panjang yang diperoleh dengan membagi nilai koefisien nilai tukar (kurs) (-1) dengan koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) sebesar 0.001639. Hal ini berarti variabel kondisi perekonomian tidak berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) maupun α (10%) dan membawa implikasi bahwa tidak terdapat hubungan jangka panjang antara variabel nilai tukar (kurs) dan ISSI.

Nilai t-statistik variabel Inflasi sebesar -0.624466 dengan probabilitas sebesar 0.5360, dan koefisien Inflasi jangka pendek sebesar -78.03309. Hal ini berarti variabel nilai tukar tidak berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) maupun α (10%) dan membawa implikasi bahwa tidak terdapat hubungan jangka pendek. Nilai t-statistik variabel inflasi jangka panjang sebesar 0.288926 dengan probabilitas sebesar 0.7742, dan koefisien inflasi jangka panjang yang diperoleh dengan membagi nilai koefisien inflasi(-1) dengan koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) sebesar 20.85269. Hal ini berarti variabel nilai inflasi tidak berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) maupun α (10%) dan membawa implikasi bahwa tidak terdapat hubungan jangka panjang antara variabel inflasi dan ISSI.

Nilai t-statistik SBIS jangka pendek sebesar 2.733180 dengan probabilitas sebesar 0.0094, dan koefisien SBIS jangka pendek sebesar 7.11E-12. Hal ini berarti variabel SBIS berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka pendek antara variabel SBIS terhadap ISSI. Nilai t-statistik variabel SBIS jangka panjang sebesar 3.123302 dengan probabilitas sebesar 0.0034, dan koefisien SBIS jangka panjang yang diperoleh dengan membagi nilai koefisien SBIS(-1) dengan koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) sebesar 1.09E-11. Hal ini berarti variabel SBIS signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka panjang positif antara varia-

bel SBIS dan ISSI, dimana apabila SBIS mengalami peningkatan satu satuan maka akan meningkatkan ISSI sebesar 1.09E-11 persen, atau sebaliknya apabila SBIS mengalami penurunan sebesar satu satuan maka akan menurunkan ISSI sebesar 1.09E-11 persen.

Nilai t-statistik variabel *Oil_Price* sebesar 0.231481 dengan probabilitas sebesar 0.8182 dan koefisien *Oil_Price* jangka pendek sebesar 0.028949. Hal ini berarti variabel harga minyak dunia tidak berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel harga minyak dunia terhadap ISSI. Nilai t-statistik variabel *Oil_Price* jangka panjang sebesar 2.255553 dengan probabilitas 0.0298, dan koefisien jangka panjang *Oil_Price* yang diperoleh dengan membagi nilai koefisien *Oil_Price* (-1) dengan koefisien ECT ($ISSI_{t-1}$) sebesar 0.133303. Hal ini berarti variabel harga minyak dunia berpengaruh signifikan pada tingkat kepercayaan α (5%) dan membawa implikasi bahwa terdapat hubungan jangka panjang positif antara variabel harga minyak dunia terhadap ISSI, dimana apabila *Oil_Price* mengalami peningkatan satu persen maka akan menaikkan ISSI sebesar 0.133303 persen, atau sebaliknya apabila *Oil_Price* mengalami penurunan sebesar satu persen maka akan menurunkan ISSI sebesar 0.133303 persen.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka simpulan dari penelitian ini adalah tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel suku bunga BI dan ISSI, dan namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel suku bunga BI dan ISSI adalah negatif signifikan. Terdapat hubungan jangka pendek antara variabel nilai tukar dan ISSI, namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel suku bunga nilai tukar dan ISSI adalah negatif signifikan. Tidak terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel inflasi dan ISSI. Terdapat hubungan jangka pendek dan jangka panjang antara variabel SBIS dan ISSI. Tidak terdapat hubungan jangka pendek antara variabel harga minyak dunia dan ISSI, namun dikoreksi dalam hubungan jangka panjang sehingga hubungan antara variabel harga minyak dunia dan ISSI adalah positif signifikan.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang, Robert. 1997. *Buku Pintar : Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia
- Ascarya dan D. Yumanita. 2009. *Formulasi Indeks Stabilitas Keuangan dan Peran Perbankan Syariah dalam Sistem Keuangan Ganda di Indonesia*. Centre for Central Banking Education and Studies. Bank Indonesia.
- Diantoro, Yimi S.T. 2010. *Emas, Investasi & Pengolahannya*. Jakarta: PT Gramedia
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 62/DSN-MUI/XII/2007
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 63/DSN-MUI/XII/2007
- Ganggas, Gadang, Darminto dan Moch Dzulkiron. 2013. *Pengaruh Faktor Mikro dan Faktor Makro Ekonomi Terhadap Harga Saham Perusahaan Mining And Mining Services yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Administrasi Bisnis. Vol. 6 No. 2
- Gunawan, Iwan (2012). *Krisis Eropa dan Dampaknya bagi Indonesia*. akses 3 Januari 2014 dari www.digilib.unpas.ac.id
- Hardanto, Sulad S. 2006. *Manajemen Resiko Bagi Bank Umum*. Jakarta: Elexmedia
- Ifuero Osad Osamwonyi and Esther Ikavbo Evbayiro-Osagie. 2012. *The Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Index in Nigeria*.
- Madura, Jeff. 2000. *International Financial Management*. Jakarta: Erlangga
- Mankiw, N. Gregory. 2006. *Pengantar Ekonomi Makro, Edisi Tiga. Penerjemah Chriswan Sungkono*. Jakarta: Salemba Empat

- Mirza Vejzagic dan Hashem Zarafat. 2013. *Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Index: Co-Integration Evidence from FTSE Bursa Malaysia Hijrah Shariah Index*.
- Mohamed, Wisam, Aris dan Fouad. 2009. *Effects of Macroeconomic Variables on Stock Prices in Malaysia: An Approach of Error Correction Model*.
- Ozbay, Emrah. 2009. *The Relationship Between Stock Returns And Macroeconomic Factors: Evidence From Turkey*.
- Prabowo, Dimas. 2013. Analisis Pengaruh Inflasi, Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), dan Jumlah Uang Beredar (JUB), terhadap Indeks Syariah yang terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). *Skripsi*. UIN Syariaf Hidayatullah Jakarta
- Rowland dan Mikail. 2013. *Analisis Pengaruh Variabel Makroekonomi Terhadap Indeks Saham Syariah Indonesia*.
- Reka, Danika. Noer Azam dan Hendro Sasongko. 2014. Analisis Fundamental, Teknikal dan Makroekonomi Harga Saham Sektor Pertanian. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan*. Vol 16, No. 2, 175 – 184.
- Sania Ashraf, Rajasekar, dan Malabika Deo. 2013. *Are There any Dynamic Interaction of Shariah Index With Macro Economic Indicators? – An Empirical Analysis of Indian Stock Market*.
- Sawidji Widoatmodjo. 2007. *Cara Sehat Investasi Dipasar Modal*, Edisi 4, Percetakan PT Gramedia, Jakarta.
- Siti Aisiyah Suciningtias, Rizki Khoiroh. 2015. Analisis Dampak Variabel Makroekonomi terhadap Indeks Saham
- Syariah Indonesia (ISS). *Jurnal CBAM Unissula*. Vol 2 No.1, 399-412
- Sukirno, Sadono. 2006. Makro Ekonomi Teori Pengantar. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada
- Sunariyah, 2006, Pengantar Pengetahuan Pasar Modal, Edisi Kelima, UPP STIM YKPN, Yogyakarta
- Syahrir. *Analiss Bursa Efek*. PT Gramedia Pustaka Utama. Jakarta: 1995
- Tandelilin, Eduardus. 2010. Portofolio dan Investasi – Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: Kanisius
- Yahya, Fidlizan, Fauzi dan Salwah. 2012. *Macroeconomic Variables and Malaysian Islamic Stock Market: A Time Series Analysis*.